
LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 25

- Actualités -

Avril 2015

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsable de la publication

Loriane VIU

l.viu@professionsfinancieres.com

* *
*

EDITORIAL

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS

Page 1

« La Masse Monétaire est-elle suffisante ? »

Jean-Jacques Perquel : Académie de Comptabilité.....

Page 3

« Quelle politique monétaire peut émerger dans les cinq prochaines années ? De la convergence à la divergence ? »

Christian Schor : FGAO.....

Page 6

« L'affaire Grande Stevens c. Italie et ses répercussions (La consécration du principe ne bis in idem) »

Silvestre Tandeau de Marsac : Avocat à la Cour.....

Page 8

« Analyse financière - Nerf de la performance et socle de la confiance établie avec les épargnants »

Alain Leclair : Emergence.....

Page 12

« Introduction en Bourse : Les Nouvelles règles »

Martine Charbonnier : AMF.....

Page 14

ÉDITO

À la suite d'articles sur, notamment, les cycles économiques, les crises, le rôle des Banques Centrales, Jean-Jacques Perquel s'interroge, nous interroge, sur la masse monétaire avec un titre un peu provoquant comme il les aime.



Alors que quarante pays dont la France viennent de manifester leur souhait de rejoindre la banque supranationale dédiée aux infrastructures lancée par la Chine et que d'autres, dont les États Unis, la Russie et le Japon notamment, s'y sont farouchement opposés, Christian Schor, Directeur Financier et de la Prévision du Fonds de Garantie des Assurances Obligatoires de Dommages, propose une réflexion sur l'évolution des politiques monétaires.



« *Ne bis in idem* » Nul ne peut être poursuivi, jugé ou condamné deux fois pour les mêmes faits. Le principe, défini par la Convention Européenne des Droits de l'Homme, confirmé par un arrêt de la Cour Européenne des Droits de l'Homme, a fait, en France, le 18 mars dernier, l'objet d'une décision du Conseil Constitutionnel que Maître Silvestre Tandreau de Marsac nous commente.



Alain Leclair, Président d'émergence, souligne les risques qui pèsent sur l'analyse financière et sur son financement. Il rappelle aussi que le financement de l'économie et la confiance des investisseurs dépendent d'une analyse financière indépendante.



Grâce à une mobilisation de Place et à un rythme de travail soutenu, l'AMF a publié, le 21 janvier dernier, un texte important destiné à faciliter les introductions en Bourse. Dans une interview donnée aux « Cahiers », Martine Charbonnier, Secrétaire Générale Adjointe de l'AMF, a bien voulu nous en préciser la portée.

Jean-Pierre MAUREAU
Les Cahiers du Centre
CILT

08 avril 2015

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières
20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

contact@professionsfinancieres.com

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

La Masse Monétaire est-elle suffisante ?

Les différentes crises d'hyperinflation (affaire Law, assignats, inflation allemande des années 20) ont donné l'impression qu'il y avait une règle d'or de la monnaie selon laquelle toute augmentation devait provoquer à terme cette hyperinflation. De là est venue l'idée que si la monnaie reposait sur un critère non expansible sans limite, comme l'« or », on pourrait stabiliser les économies et éviter l'inflation. Cela a fait l'objet au XVI^{ème} siècle de l'exposé célèbre de Jean Bodin inaugurant la recherche économique, en inventant une forme simpliste de la théorie quantitative : l'arrivée de l'or américain entraîne la baisse de sa valeur et en conséquence la hausse des prix

Cette théorie a été à l'origine d'une querelle importante dans les années 1820. entre la « Banking School » et la « Currency School ». Les premiers défendaient la thèse d'une masse monétaire liée à la situation économique, les seconds, beaucoup plus orthodoxes, ont eu gain de cause, obtenant de lier la masse monétaire à la conservation « d'or » de la Banque Centrale. Cela a provoqué, par réaction devant la pénurie monétaire que cette décision a entraînée, un développement remarquable de la « monnaie fiduciaire » et ce développement a facilité l'essor de l'Angleterre et de la Livre Sterling jusqu'à la guerre de 1914 et ce malgré des crises économiques à échéances presque régulières (ce qui prouvait qu'une masse monétaire garantie par la détention d'« or » n'était pas suffisante pour empêcher des fluctuations économiques anormales). En fait à l'origine, la théorie économique était statique et ne tenait pas compte de la vitesse de rotation de la monnaie, le fameux « V » de la formule d'Irving Fisher « $MV=PT$ ».

Hyman Minsky a fait la synthèse entre les théories monétaires, en faisant remarquer que le développement économique entraînait inéluctablement un excès de « Crédit » et par conséquent des crises plus ou moins régulières.

Ainsi sous l'influence d'idées Neo-Kenesiennes, la Federal Reserve a considéré que la crise était due à un effondrement de la vitesse de rotation de la monnaie « V » et qu'il fallait compenser cela en augmentant la masse monétaire « M ». Aussi a-t-elle lancé 3 « quantitative Easings(Q.E.s) ». Or le démarrage économique n'a commencé qu'à la fin de la troisième intervention. Pour essayer d'expliquer ce phénomène il faut analyser les causes de ce retard et comment l'économie réagit le jour où la confiance est revenue. Mais pour bien comprendre la situation de la zone Euro il faut également analyser l'évolution de sa masse monétaire.

I. L'échec relatif des premiers Q.E.s :

Dès Décembre 2008. Ben Bernanke lançait le premier Q.E. de 600 milliards de dollars de « mortgage-backed Securities (M.B.S.s) » qui n'a pas provoqué de réelle reprise économique, pas plus que le second en Novembre 2010 également de 600 milliards mais utilisés cette fois en obligations à long terme du Trésor. En fait cette masse monétaire qui a fait bondir le bilan de la Federal Reserve a été détournée de son but dans différentes directions :

- a) Comme les taux américains étaient bas, les banques bénéficiaires des ventes de titres ont souvent utilisé leurs fonds disponibles pour spéculer sur des monnaies à marché étroit et à taux d'intérêt plus élevés que ceux des Etats-Unis (Carry Trade). Ainsi les investisseurs à court terme en Australie ou au Canada avaient le double avantage de profiter d'un écart favorable de taux d'intérêt et l'espoir de faire monter en même temps le cours de ces devises .
- b) Les particuliers traumatisés par l'ampleur des krachs de 2008 ont cherché à résorber leur endettement réduisant ainsi leur demande. Ainsi le public a accumulé des fonds très importants. On a vu sur le marché des objets d'art des hausses « délirantes ». Par exemple, dans une vente de Christie's de Novembre 2014, une œuvre d'un dénommé Rober Gober « Three Urinals » a été vendue 3,52 millions de dollars (ce qui fait dire au Financial Times que c'est « the highest price ever paid for a urinal »
- c) A l'existence de fonds disponibles, les bénéfices des entreprises s'améliorèrent fortement. Les profits avant impôts atteignaient, en 2013, 12 % du P.N.B. Par contre leurs investissements ne

dépassaient pas 4 % du P.N.B. Ainsi, les sociétés ont accumulé des fonds importants et en ont utilisés, un peu, pour des O.P.As, en acceptant de payer des prix exorbitants. Ainsi « Facebook » a payé 19 milliards de dollars « WhatsApp » qui leur apporte un bon nombre de clients, mais dont le bénéfice annuel est seulement de 5 millions de dollars.

II. La réussite du 3^{ème} Q.E. :

En fait les années 2010/2014 ont été marquées par une reprise industrielle lente et par une forte hausse de la Bourse. Le « Dow Jones » était tombé de 14.164 le 9 octobre 2007 à 6.547 le 9 mars 2009. Il a dépassé 10.000 en 2010, 15.000 en 2013, 17.000 en Juillet 2014 et même 18.000 en décembre 2014. Cette hausse est l'indication des sommes récupérées par le public grâce aux différents « Q.E.s ». En fait l'économie après un démarrage lent dû à la « reconstruction » des structures américaines (industrielle et immobilière) a commencé à se développer dès 2010.

Si dans la période 2010/2015 les salaires n'ont pas monté, cela est dû à la masse de chômeurs que l'on a peu à peu réintégré dans l'économie, chômage qui est passé de 9 % à 5,5 % fin février 2015.(chiffre très proche du plein emploi). Aussi, depuis le début de l'année 2015 ce blocage des salaires est en train de disparaître. WallMart vient de donner l'exemple d'une importante hausse des salaires. Il en est de même si l'on étudie l'évolution de la capacité industrielle qui passe de 65 % à 85 % limite difficilement dépassable sans que les entreprises ne soient obligées de réaliser de nouveaux investissements.

On voit ainsi que l'augmentation très forte de la masse monétaire a provoqué des « détournements » importants mais a eu, progressivement, l'effet recherché c-à-d le retour progressif de la Confiance et la relance de l'Economie et, il faut l'espérer, un essor exceptionnel au cours des années prochaines. Il nous faut étudier le cas de la Zone Euro où jusqu'à une date récente une politique différente a été pratiquée.

III. La Zone Euro :

La zone Euro a pratiqué une politique partiellement non conventionnelle mais en fait très proche d'une politique de type classique. En fait on a mené une double politique sous l'influence de l'Allemagne. Il faut donc analyser la politique poursuivie par la Banque Centrale et voir comment elle a été déformée dans la pratique.

- a) La réforme de Schroeder a provoqué une croissance essentiellement basée sur le développement du commerce extérieur. Les résultats sont impressionnants. De 1980 à 1985, le total de la balance des paiements a été négatif à hauteur de 1 milliard de dollars ; de 1985 à 1990 ce total est devenu positif à hauteur de 240 milliards puis est revenu négatif de 1990 à 2001 de 239 milliards et dans la période 2002 à 2014 il atteint 2.018 milliards. Si l'on admet que le montant prélevé sur les autres pays de la Zone Euro est proportionnel à la part des exportations allemandes (40 % en moyenne), cela représente une ponction de 800 milliards sur les autres pays de la Zone, et cela à une époque où les règles style Bâle III et Solvency II ont pour effet d'empêcher le développement de la masse monétaire de la Zone Euro. Certes la situation est un peu moins mauvaise qu'il ne paraît.
 - a. Les retards de paiement par les autres pays de la zone dans le système de compensation « Target 2 » ont montré l'existence d'une dette envers l'Allemagne qui a atteint, à un moment, plus de 700 milliards mais qui serait encore de 400 milliards ce qui réduit d'autant la pression sur la monnaie.
 - b. Il existe quand même des moyens de création monétaire qui sont soit malsains (crédit interentreprises qui atteint en France 950 milliards soit 3 fois le crédit bancaire) ou insignifiants (les monnaies locales).
- b) Dès le début de la crise, le président Trichet a prêté aux banques 95 milliards d'Euro, somme qui a eu un effet psychologique mais peu d'effet pratique, les banques déposant rapidement presque tout le montant à la Banque Centrale. Puis la Banque a émis des prêts à un an ce qui aurait été efficace si les Allemands n'avaient pas obligé la Banque à « stériliser » ces prêts c'est-à-dire à compenser les sommes avancées en demandant aux banques « riches » de faire des dépôts

équivalents. Cette politique est totalement différente de celle de la Federal Reserve. Cette dernière émet de la monnaie (la bonne vieille planche à billet) tandis que les opérations non conventionnelles de la Zone Euro sont en fait des opérations de « clearing » entre banques ayant besoin de fonds et celles qui en sont détenteurs. La Banque limite son rôle à la garantie de la bonne fin de l'opération. La B.C.E. dirigée par Mario Draghi a essayé d'accélérer la mise de fonds à la disposition des banques (un peu plus de 1.000 milliards d'Euro en deux émissions de « Very Long Term Refinancing Operations (V.L.T.R.O) » à trois ans, fin 2011). Malheureusement, on a pratiqué une stérilisation partielle et les banques (en particulier les banques allemandes très endettées) ont progressivement remboursé les sommes empruntées au lieu de les utiliser à favoriser l'investissement. Une émission continue de L.T.R.O à court terme a donné un peu de liquidité au Marché, mais cela n'a pas empêché le dégonflement du bilan de la B.C.E. qui est passé en 3 ans de 3.000 milliards d'euro à environ 2.000 milliards. Cela fait apparaître l'existence d'une forte pression déflationniste. Aussi la nouvelle politique de la B.C.E, annoncée en 2014, et qui doit commencer en Avril 2015, consiste en une émission de T-L.T.R.O.(T pour Targeted) de 60 Milliards par mois (jusqu'en Septembre 2016 au minimum). L'effet d'annonce a été très efficace, incitant à une baisse de l'Euro à 1,08 par rapport au dollar (On doit compléter cette analyse en indiquant qu'en outre cette baisse a été confortée par la hausse du dollar contre toutes les monnaies, du fait de l'importance de l'essor américain qui provoque l'admiration... et la jalousie des autres pays.).

Conclusion : la création monétaire est-elle suffisante ?

On voit par cette analyse le lien assez ténu entre le « MV » de Fisher et la notion de crise (ou également d'inflation si « V » devient trop rapide quelle que soit la taille de « M »). Le problème majeur est celui de la « Confiance ». A force de soutenir « M » dans le contexte de la crise dite des « subprimes » avec un « V » qui s'était effondré Bernanke et Yellen ont réussi à relancer le « MV » et, après bien des efforts, obtenir enfin le retour de la confiance, la relance de l'automobile et du bâtiment. Aussi aux Etats-Unis se pose même la question de réduire la masse monétaire (due à la hausse de « V »). En Europe, le problème est différent. En pleine crise l'Allemagne a ponctionné la masse « m » d'Euro sans la redistribuer (par exemple par des investissements) et l'opinion publique, impressionnée par les idées libérales d'Hayek) a été dominée par la peur de faillites industrielles et s'est réfugié dans des placements dits « sans risque » c'est-à-dire les placements moins utiles à l'économie des pays (quelquefois en fait plus risqués comme les investissements recommandés par Madoff).

Le Plan de Mario Draghi est excellent mais limité dans la mesure où les Banques doivent terminer de rembourser le reste des « V.L.T.R.O ». Même si on reprend la technique américaine du 3^{ème} Q.E., il ne faut pas oublier qu'il a fallu très longtemps pour que les Q.E.s se révèlent efficaces. Bien plus la division des placements entre les pays de la Zone euro au prorata de leur importance dans la zone favorise essentiellement l'Allemagne (qui n'en a pas très besoin) et la France. On peut alors se poser la question de savoir si ces mesures ne sont pas « trop faibles et trop tardives ». On pourrait alors concevoir en zone euro de pratiquer un traitement de choc en reprenant une idée keynesienne qu'étudie actuellement le Fonds Monétaire International (F.M.I.) : fixer pendant une courte période le taux d'intérêt à - 5 %. Mais on voit tout de suite la grande difficulté d'en convaincre l'Allemagne ; aussi doit-on espérer que la relance américaine sera assez forte pour que la reprise actuelle qui débute en Europe (grâce aux baisses du pétrole, de l'Euro et des taux) se transforme en une vraie reprise économique

Jean-Jacques Perquel
Président de l'Académie de Comptabilité
Président du Groupe Finance
CILT

12 Mars 2015

* * *

Quelle politique monétaire peut émerger dans les cinq prochaines années ?

De la convergence à la divergence ?

L'année 2015 pourrait connaître une étape majeure dans la conduite des futures politiques monétaires des banquiers centraux pour les grands pays de l'OCDE à un moment où une grande partie des pays adhérents (plus de 90 % sur la base de leur PIB) connaissent une politique de taux nul et, pour les principaux pays, un assouplissement quantitatif complémentaire. Il convient de noter que le poids des devises de l'ensemble de ces pays représente aussi près de 90 % des financements commerciaux mondiaux. Un seul acteur important n'est pas représenté : la Chine, dont le Yuan pèse aujourd'hui près de 10 % des financements commerciaux et dont le poids devrait s'accroître avec la finalisation d'ici fin 2015 d'une banque supranationale asiatique dédiée aux infrastructures (AIIB) qu'elle a proposée.

A la fin 2008, date à laquelle la Banque Centrale américaine a initié, préalablement à une politique de taux nul, un premier assouplissement quantitatif afin de sauver son système bancaire que la crise des « subprimes » menaçait, le monde des pays les plus développés entrait dans une nouvelle phase de convergence de politique monétaire. Se succédaient ainsi dans cette politique monétaire très accommodante, les unes après les autres, la Banque d'Angleterre en 2009, la Banque du Japon dès 2012 puis la Banque Centrale Européenne (BCE) plus récemment et même la Banque de Suède. Le Canada, pourtant très favorisé alors par ses exports en énergie, a même installé un dispositif transitoire similaire entre fin 2008 et mi 2010.

Une première remarque consiste à observer que, même si les banques centrales sont indépendantes dans leur politique monétaire, elles finissent par adopter une politique post crise financière similaire menant in fine à des excès de liquidités dans le monde, dont l'accroissement est très supérieur à la croissance du PIB des pays concernés. Avec des nations de plus en plus ouvertes aux échanges, l'offre de monnaie a, de facto, conduit à des dévaluations successives. Toutefois, ces dévaluations opérées zone par zone par une grande partie des pays de l'OCDE, y compris la Chine et Hong-Kong dont les monnaies sont arrimées au dollar américain, s'annihilent sur l'ensemble d'un cycle économique.

Ces politiques non conventionnelles menées par les banques centrales, consistant en l'achat de créances des Etats ou d'agences parapubliques, ne sont pleinement efficaces que dans des économies très endettées mais aussi en voie de désendettement, grâce au retour possible d'un surplus budgétaire primaire par la mise en œuvre de réformes, car le processus ne peut durer au risque de créer des bulles et menacer à nouveau le système bancaire. Ainsi aux Etats-Unis, économie très endettée (plus de 100 % de son PIB), l'assouplissement quantitatif a bien généré une baisse des taux à long terme, une condition nécessaire à la résorption de la crise des « subprimes » en redonnant à la fois du pouvoir d'achat aux ménages, une bouffée d'oxygène aux entreprises qui ont pu profiter de l'affaiblissement du dollar et un effet richesse pour les épargnants et investisseurs. Très vite, la reprise d'activité générerait des entrées fiscales plus dynamiques permettant au solde budgétaire américain de revenir autour de 2,5 % en 2015, permettant d'envisager aujourd'hui une première hausse des taux directeurs après la fin des achats nets de créances depuis fin 2014. A contrario l'assouplissement quantitatif devient quasi inopérant au Japon car la politique de taux nul, active depuis plus de quinze ans, avait déjà largement contribué à maintenir des taux à long terme très bas (autour de 0,5% depuis la crise financière) et donc ne permet pas un accroissement du pouvoir d'achat des ménages japonais. Quant à l'effet richesse dû à la montée des prix des valeurs cotées, le trop peu d'épargne investie dans la Bourse ne bénéficie pas aux ménages notamment.

Dans la zone euro, le dilemme s'installe car la BCE opère un premier assouplissement quantitatif peut-être tardif au regard des niveaux des taux d'intérêt à long terme déjà très bas (inférieur à 1% avant son intervention), en privilégiant une action après l'austérité budgétaire menée depuis 2009 par les états membres. Il semble d'ores et déjà acquis que le pouvoir d'achat des ménages européens ne connaîtra pas le rebond observé aux Etats-Unis et que l'effet richesse est déjà pour sa grande partie acquis.

Néanmoins, la baisse soudaine des prix du pétrole est une bonne surprise pour l'ensemble des acteurs économiques de l'OCDE, redonnant du pouvoir d'achat immédiat. Toutefois la baisse des prix des matières premières n'est pas totalement une bonne nouvelle pour les banquiers centraux dans un contexte de ralentissement des pays émergents car ceux-ci, largement producteurs de biens manufacturés, consentent des prix bas et exportent une déflation des coûts salariaux dans le monde entier.

La Banque centrale américaine peut-elle remonter sérieusement ses taux d'intérêt et initier une divergence des politiques monétaires ?

La situation est inédite. La Banque Centrale américaine fait face à des vents contraires : une vive appréciation du dollar, imprévue, et un contexte d'inflation sous-jacente faible (core), freinant largement une première remontée des taux directeurs. S'y ajoutent le ralentissement chinois et la faiblesse de la demande mondiale. Toutefois le plein emploi est revenu sur le sol américain mais sur une base non comparable d'avant crise : le taux de participation est plus faible et le développement des emplois partiels freine la demande interne. Au bilan, la FED devrait remonter graduellement et très lentement ses taux sans peser sur la croissance. Toutes les autres banques centrales ne pourront pas emboîter le pas de la FED dans un premier temps car il semble que leur remontée de taux directeurs, le cas échéant, sera lointaine et coïncidera probablement au moment où la FED s'interrogera déjà sur un mouvement inverse, peut-être en 2020 ?

Il semble que la divergence des politiques monétaires soit désormais peu marquée dans un monde de faible inflation, où la Chine exporte une déflation au reste du monde depuis son entrée dans l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) fin 2001, ayant pour conséquence un accroissement exponentiel de ses réserves de change qui représentent près d'un quart de son PIB désormais. Par ailleurs l'Inde aussi pourrait jouer les trouble-fête d'ici quelques années sur le plan de l'inflation, un pays doté d'une réserve de main d'œuvre colossale à bas coûts.

Ainsi, dans un monde de plus en plus ouvert, où la domination économique des Etats-Unis semble s'affaiblir progressivement au profit de la Chine, on observe que là aussi la Banque Populaire de Chine adopte progressivement une politique de convergence des taux d'intérêt, bien que celle-ci soit freinée par une bulle d'endettement des entreprises publiques locales et par la forte hausse des prix immobiliers dans les plus grandes villes. Toutefois, d'ici 2020, lorsque la croissance de son PIB sera « normalisée », autour de 3%-4%, il y a de fortes chances pour que la politique monétaire chinoise soit plus en phase avec celle de la FED, accordant à la Chine le statut de pays émergé.

Christian Schor,
Directeur Financier et de la Prévision du FGAO
CILT

23 mars 2015

* * *

L'affaire Grande Stevens c. Italie et ses répercussions (La consécration du principe ne bis in idem)

La Cour Européenne des Droits de l'Homme (ci-après "la CEDH") est à l'origine d'un important arrêt rendu dans l'affaire *Grande Stevens et autres c. Italie* (requête n. 18640/10 du 4 mars 2014) sur la portée de l'adage du *ne bis in idem*.

L'arrêt, dont le retentissement est important, précise le domaine d'application du principe *ne bis in idem* et décide qu'il doit être respecté même lorsqu'une personne a été sanctionnée par une autorité administrative avant de comparaître devant un tribunal pénal.

La décision était très attendue.

En effet, dans l'ordre juridique de nombreux états signataires de la Convention de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales (ci-après « la Convention »), certaines autorités administratives sont investies d'un pouvoir de sanction.

Ainsi, en matière d'infraction au Code de la route ou en matière fiscale, les citoyens peuvent être sanctionnés administrativement (retrait de permis, amendes infligées par une autorité administrative) puis poursuivis pour les mêmes faits devant le juge pénal.

Pour justifier cette double sanction, les pays dont la réglementation la prévoit se retranchent généralement derrière une réserve formulée lors de la signature de la Convention et, plus particulièrement, son article 4 § 1 du Protocole n°7.*

Dans l'affaire *Grande Steven c. Italie*, la CEDH a écarté la réserve formulée par l'Italie et décidé que le principe *ne bis in idem* s'appliquait lorsqu'un prévenu, en l'occurrence sanctionné administrativement par la *Commissione Nazionale per la Società e la Borsa* (La Commission Nationale des Sociétés et de la Bourse ; ci - après « CONSOB »), a été ensuite renvoyé devant le Tribunal correctionnel pour être jugé.

Après avoir admis que l'article 4 du Protocole n°7 devait s'appliquer en l'espèce, elle juge qu'il a été violé et que l'Italie doit veiller à ce que les nouvelles poursuites pénales ouvertes contre les prévenus sanctionnés toujours en cours doivent être clôturées dans les plus brefs délais.

Pour bien mesurer l'intérêt et la portée de cette décision, il convient d'examiner les faits avant de se pencher sur le raisonnement retenu par la CEDH.

1. LES FAITS

L'arrêt porte sur la responsabilité au titre d'une manipulation de marché à la suite de la diffusion publique en août 2005 d'un communiqué de presse provenant de la société anonyme I.

Aux origines de cette affaire se trouve un contrat de financement signé par la société anonyme F. le 26 juillet 2002 avec huit banques. Ce contrat prévoyait qu'en cas de non-remboursement du prêt à l'expiration du contrat - fixée au 20 septembre 2005 - les banques auraient pu compenser leurs créances en souscrivant à une augmentation de capital de la société F., redistribuant de la sorte les taux de participation des différents actionnaires, ce qui aurait fait perdre à la société I. sa position d'actionnaire de référence au sein de F. (sa participation serait alors passée de 30.06% à 22%).

Le 24 août 2005, sur demande de la CONSOB, ledit communiqué de presse est publié. Il y est affirmé que I. n'avait "ni entamé ni étudié d'initiatives concernant l'échéance du contrat de financement" et qu'elle souhaitait "rester l'actionnaire de référence de F."

* L'article 4 § 1 du Protocole n°7 de la Convention de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales prévoit : « Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet Etat. »

Ce communiqué omettait cependant de mentionner le projet de renégociation du contrat d'*equity swap* conclu entre I. et la banque d'affaire M., contrat qui aurait déjà été conclu au moment de la communication, mais tenu secret pour éviter les effets que sa diffusion aurait eus sur le prix des actions de la société F.

L'augmentation de capital de F. ainsi que le contrat d'*equity swap* ayant pris effet le 20 septembre 2005, les nouvelles actions émises furent acquises par les huit banques en compensation de leurs créances, et M. céda les actions F. à la société I., ce qui lui permit de maintenir sa participation au sein de F. à hauteur de 30,06% et, de ce fait, sa position de contrôle.

La fausse représentation de la situation de l'époque par le communiqué de presse, fait reproché à ceux ayant matériellement contribué à la diffusion dudit communiqué, a donné lieu à une double procédure – pénale et administrative – conformément aux dispositions du droit italien en matière d'abus de marché (Articles 180 et suivants du TUF)[†].

Dans la procédure administrative, désormais définitive, était en cause la violation de l'art 187 ter du TUF : la décision du 9 février 2007 par laquelle la CONSOB inflige les sanctions administratives comprenait des peines pécuniaires au sens de l'article 187 ter t.u.f, et des peines accessoires au sens de l'art. 187 *quarter* TUF. Le 23 janvier 2008 la Cour d'appel de Turin réduit le montant des amendes administratives. Saisie d'un pourvoi, la Cour de cassation rejette ce dernier par un arrêt du 23 juin 2009.

La procédure pénale a connu un cheminement plus complexe et soulevé des questions d'un intérêt certain concernant le mode d'évaluation du danger concret et du *price sensitivity*.

Le tribunal de Turin, par décision du 21 décembre 2010, avait acquitté les accusés du chef de manipulation de marché. Suite au pourvoi formé par le Parquet, la Haute Cour prononça par arrêt du 20 juin 2012 la cassation et renvoya l'affaire devant la Cour d'appel de Turin. Celle-ci a reconnu le 21 février 2013 la subsistance de l'infraction conformément à l'art. 185 t.u.f. Un pourvoi en cassation a été formé contre cette décision.

Tel est le cadre juridictionnel à l'heure où la CEDH est saisie de l'affaire.

2. LE RAISONNEMENT DE LA COUR :

Après avoir jugé invalide la réserve faite par l'Italie, la CEDH retient à l'unanimité la violation du droit à ne pas être jugé ou puni deux fois (article 4 du Protocole n°7).

2.1 Une réserve invalide

Le gouvernement italien alléguait avoir émis une réserve quant à l'application des articles 2 à 4 du Protocole n°7.

En effet, l'Italie a fait une déclaration aux termes de laquelle les articles 2 à 4 du Protocole n°7 ne s'appliquent qu'aux infractions « (...) *qualifiées de « pénales » par la loi italienne* ».

Or, devant la CEDH, l'Italie affirmait que les infractions sanctionnées par la CONSOB n'étaient pas des infractions « *pénales* ».

Pour écarter ce moyen, la CEDH examine d'abord la validité de la réserve formulée par l'Italie.

Elle constate que cette réserve, contrairement aux exigences de l'article 57 de la Convention, ne comporte pas un « *bref exposé de la loi visée* ».

Or, une réserve qui n'invoque ni ne mentionne les dispositions spécifiques de l'ordre juridique national excluant des infractions ou des procédures du champ d'application de l'article 4 du Protocole n° 7, n'offre pas à un degré suffisant la garantie qu'elle ne va pas au-delà des dispositions explicitement écartées par l'État contractant.

La condition d'un bref exposé de la loi n'est pas une « simple exigence de forme » mais édicte une condition de fond « *qui constitue à la fois un élément de preuve et un facteur de sécurité juridique* ».[‡]

Par conséquent, la CEDH décide que la réserve invoquée par l'Italie ne satisfait pas aux exigences de l'article 57 et n'est donc de ce fait pas valide.

[†] TUF : *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (texte consolidé des dispositions relatives à l'intermédiation financière).

[‡] *Belilos c. Suisse*, 29 avril 1988, §59.

2.2 Des sanctions administratives qualifiées de sanctions pénales ...

Poursuivant son raisonnement, la CEDH rappelle qu'elle a précédemment conclu, sous l'angle de l'article 6, que la procédure devant la CONSOB portait bien sur une « *accusation en matière pénale* ».

Elle relève que les condamnations infligées par la CONSOB et partiellement réduites par la Cour d'appel ont acquis l'autorité de la chose jugée en juin 2009, lors du prononcé des arrêts de la Cour de cassation.

Dès lors, les requérants auraient dû être considérés comme ayant été déjà condamnés par un jugement définitif.

Malgré cela, de nouvelles poursuites pénales ont été ouvertes à leur encontre et ont été maintenues.

Elles ont débouché sur des jugements de première et de deuxième instance par le juge pénal qui interdisent de nouvelles poursuites pour les mêmes faits.

2.3 ... qui interdisent de nouvelles poursuites pour les mêmes faits

Il restait à déterminer si les requérants étaient poursuivis devant le juge pénal pour les mêmes faits que ceux pour lesquels ils avaient été sanctionnés par la CONSOB.

Après avoir analysé ces faits, la CEDH considère qu'il s'agit clairement d'une seule et même conduite de la part des mêmes personnes et à la même date.

Il s'ensuit que les nouvelles poursuites concernaient une seconde « *infraction* » ayant pour origine des faits identiques à ceux qui avaient fait l'objet de la première condamnation définitive, ce qui en soi constitue une violation de l'article 4 du Protocole n°7.

En définitive, la CEDH juge qu'il incombe donc à l'Italie de veiller à ce que les nouvelles poursuites pénales ouvertes contre les requérants en violation de cette disposition et toujours en cours, à la date des dernières informations reçues, à l'égard de MM. Gabetti et Grande Stevens, soient clôturées dans les plus brefs délais et sans conséquences préjudiciables pour les requérants.

Le gouvernement italien avait formé recours près la Grande Chambre contre cette décision sur le fondement de l'article 43 CEDH.

Réunie le 7 juillet 2014, la Grande Chambre a rejeté ledit recours.

L'arrêt Grande Stevens est désormais définitif.

Son autorité se répercute déjà au-delà des frontières de l'Italie et atteint d'autres états signataires de la Convention.

D'abord parce que certains d'entre eux, parmi lesquels la France, ont formulé des réserves dans des termes identiques à celle de l'Italie.

Les citoyens de ces pays pourront désormais, en s'appuyant sur cette jurisprudence Grande Stevens c. Italie, faire sauter le verrou qui bloque dans bien des cas, la mise en œuvre du principe *ne bis in idem* lorsqu'une sanction administrative est prononcée par une autorité indépendante avant le renvoi devant le tribunal correctionnel.

Ensuite, parce que la qualification d'infraction pénale, en raison de sa sévérité, à l'encontre d'une sanction qualifiée d'« *administrative* » en droit interne risque fort d'être réitérée dans de nombreux contentieux.

En effet, la crise financière aidant, les pays européens ont été nombreux à modifier leur réglementation en matière financière ou économique pour augmenter le plafond des sanctions pouvant être prononcées par les autorités administratives.

C'est ainsi que l'AMF en France s'est vue dotée d'un pouvoir de sanction pouvant aller jusqu'à 100.000.000 d'euros soit dix fois plus que le juge pénal.

Mesurée à l'aune de la gravité de la sanction encourue ou de son degré de sévérité, la sanction administrative risque, dans la plupart des cas, d'être requalifiée en sanction pénale par la CEDH.

Ce très fort retentissement de l'arrêt Grande Stevens c. Italie amène déjà, certains pays, à envisager une refonte complète de leur arsenal répressif en matière d'infractions économiques et financières.

En France, par une décision du 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel, saisi de trois questions prioritaires de constitutionnalité, a jugé contraire à la Constitution l'article L. 465-1 du code monétaire et financier réprimant le délit d'initié.

Le Conseil constitutionnel a suivi l'analyse des requérants selon laquelle en permettant que des poursuites pénales visant les mêmes faits que ceux poursuivis devant la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) au titre du manquement d'initié puissent être engagées et prospérer, les dispositions contestées (notamment les articles L. 465-1 et L. 621-15 du code monétaire et financier)

portent atteintes, en méconnaissance du principe non bis in idem, aux principes de nécessité des délits et des peines et de proportionnalité des peines et au droit au maintien des situations légalement acquises.

Au soutien de sa décision, le Conseil constitutionnel a relevé que :

- les dispositions contestées définissent et qualifient de manière identique le délit d'initié et le manquement d'initié et protègent les mêmes intérêts sociaux ;
- les faits constitutifs de ces deux infractions doivent être regardés comme susceptibles de faire l'objet de sanctions qui ne sont pas de nature différente ;
- l'auteur d'un manquement d'initié, autre qu'une personne ou entité mentionnée au paragraphe II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier, et la sanction encourue par l'auteur d'un délit d'initié relèvent toutes deux des juridictions de l'ordre judiciaire.

La date de l'abrogation de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier a été fixée au 1er septembre 2016.

Cependant, afin de faire cesser l'inconstitutionnalité constatée avant cette date, le Conseil constitutionnel a indiqué que des poursuites ne pourront pas être engagées devant la commission des sanctions de l'AMF dès lors que les premières poursuites auront déjà été engagées pour les mêmes faits et à l'encontre de la même personne devant le juge judiciaire pour délit d'initié et inversement.

Le retentissement de cette décision sur les procédures d'abus de marché en cours et à venir ne manquera pas d'être important.

Silvestre TANDEAU de MARSAC

Avocat au barreau de Paris

Cabinet FISCHER, TANDEAU de MARSAC,

SUR & Associés

* * *

Analyse financière

Nerf de la performance et socle de la confiance établie avec les épargnants

De l'urgence d'entamer une réflexion sur le financement de l'analyse financière

La France et le déclin de l'investissement en actions

- Elle semble bien loin cette époque où les actions représentaient une part significative des placements en France. Depuis le début des années 2000 leur proportion dans le patrimoine financier des ménages a chuté de moitié, passant de 8% à 4%¹. Depuis 2007 la part de l'assurance-vie investie en actions et en OPCVM actions a reculé d'un tiers glissant d'environ 30% à 20%². Pourtant les entreprises françaises ne manquent pas d'attrait. Depuis le milieu des années 1980 le pourcentage des détenteurs non-résidents des sociétés cotées françaises a quintuplé pour atteindre presque 50%¹ (et même plus dans le cas du CAC40).
- Alors que le crowdfunding révèle l'appétit des particuliers pour l'aventure entrepreneuriale, expliquée, accessible et simple à comprendre, on ne peut que se désoler de la morosité spécifique à la France vis à vis du marché boursier, proche de la cote d'alerte. Pourquoi un tel écart ?
- Au-delà des causes liées à l'absence de fonds de pension et à une sur-fiscalité de l'investissement en actions, une des raisons est également probablement à trouver du côté de l'analyse financière.

L'analyse financière nerf de la performance

- L'analyse financière à vocation à valoriser les entreprises cotées. Elle donne du sens, de la profondeur, et des perspectives à leur développement. Elle contribue à allouer au mieux l'épargne disponible vers les investissements les plus profitables. En apportant un éclairage objectif et rigoureux elle réduit le risque et elle favorise la « finance patiente ».
- Or la France qui compte plus de 600 sociétés de gestion ne dispose que d'une dizaine de sociétés d'analyse financière strictement indépendantes, auxquelles s'ajoutent les analystes des sociétés de gestion principalement entrepreneuriales qui n'exercent aucune activité de courtage.
- Dès lors, depuis ces dernières années le marché s'est naturellement déporté sur des produits basés sur la gestion indicielle, où la recherche est effectivement moins onéreuse, mais où les mouvements sont largement moutonniers et donc porteurs de risques systémiques. L'investissement est strictement fondé sur une analyse du passé plutôt que sur une projection d'avenir. Il est donc normal et salutaire de payer plus cher l'analyse porteuse des potentiels futurs que celle acquise dans le rétroviseur.
- A ce jour, l'analyse financière est sous développée et a encore plus valeur de nécessité pour répondre aux besoins potentiellement conséquents qui s'annoncent. Sous l'effet de Bâle 3 les entreprises vont devoir recourir plus largement aux marchés pour se financer. Le problème ne sera pas pour les plus grandes d'entre elles qui ont déjà l'expérience des marchés de capitaux, en France comme à l'international. Il sera pour les PME et ETI. Car sans analyse financière digne de ce nom elles auront un accès limité au financement en capital et, double peine, sans capital leur ouverture à la dette sera mécaniquement réduite. Il est donc urgent de promouvoir une forme structurée de liquidité du marché secondaire.

Le cas à part de la gestion entrepreneuriale

- Dans ce contexte, on peut saluer le parti pris par les sociétés de gestion entrepreneuriales, acteurs de niche, qui ont fait le choix de la spécialisation et de la qualification, et qui savent que la performance s'obtient tout d'abord par une recherche de qualité.

- Une dynamique à laquelle parmi d'autres, Emergence, fonds d'incubation des jeunes sociétés entrepreneuriales de la Place de Paris est heureux de prendre part en mettant à disposition d'une dizaine de gérants talentueux un total de 350 millions d'euros levés auprès de 15 grands investisseurs institutionnels de la Place, Emergence leur apporte des moyens pour investir dans les entreprises de demain.
- Fait nouveau, mais hautement symbolique, en 2013 et en 2014, plus de 50% de la collecte des OPCVM actions a été réalisée par des sociétés de gestion entrepreneuriales souvent dirigées par des gérants analystes³. Preuve du tonus de la gestion actions quand elle se donne les moyens de ses ambitions.

Le défi du financement de l'analyse financière

- Or la plupart des gérants d'actifs bénéficient d'analyses - incluses dans les coûts de transactions - proposées apparemment gratuitement par les intermédiaires de marché et autres fournisseurs. « *Dès lors, les analystes financiers indépendants ont beaucoup de difficultés à faire payer directement les consommateurs potentiels de leurs travaux.* » comme l'indique Eric Galiègue, Président du Cercle des analystes indépendants, membre de la SFAF.
- Ce n'est un secret pour personne que la rentabilité des sociétés de gestion est largement entamée par les rétrocessions aux distributeurs de produits d'épargne, et par un accroissement incessant des coûts réglementaires. Ces évolutions se font au détriment de l'analyse financière.
- C'est pourquoi l'instauration en Angleterre et en France de la « commission partagée » permettant d'affecter une partie des frais de courtage était bienvenue. Hélas, elle vient d'être déjà contestée et complexifiée par la dernière recommandation de l'ESMA, et va affecter plus particulièrement la recherche tant attendue pour les actions de PME et d'ETI, dont la Commission elle-même reconnaît qu'elles sont sources d'emplois et de croissance.

De l'urgence d'entamer une réflexion pour rétablir la confiance des épargnants

- Il est grand temps d'entamer une réflexion positive sur le financement de l'analyse financière. Celles engagées à Bruxelles pour que les gérants paient la recherche actions seront t'elles la voie finalement retenue ? Ou bien faut-il comme le propose le Livre Blanc de la gestion d'actifs de Finance Innovation, publié en février 2015, mutualiser les données pour faciliter le travail des analystes financiers et constituer des pools de recherche autour d'une forme de big data de l'analyse financière et du crédit ?
- La réflexion est ouverte et cruciale pour rétablir la confiance des épargnants, à l'heure où dans un marché mondial de la gestion d'actifs pourtant porteur, le marché français reste déprimé, et la collecte actions y est en repli en 2014 quand elle a augmenté dans tous les autres grands pays.

1 - Source Banque de France

2 - Rapport FFSA 2014

3 - Source AFG

Alain LECLAIR,
Président d'Emergence

* * *

« Introduction en Bourse : Les Nouvelles règles »

Q : À la suite d'une mobilisation de la Place, l'AMF a publié le 21 janvier dernier une nouvelle position-recommandation destinée à faciliter les projets d'IPO en France. Pouvez-vous nous en donner les grandes lignes ?

R : Le financement de l'économie et la mobilisation des parties prenantes au service du dynamisme de la place de Paris font partie du plan stratégique de l'AMF. C'est dans ce contexte, et pour accompagner le redémarrage des introductions en bourse, que l'AMF a lancé en mars 2014, un groupe de travail sur les introductions en bourse (IPO) présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, afin de réfléchir sur le cadre réglementaire français existant, en particulier au regard de la pratique d'autres pays européens.

Depuis les années 2000, et dernièrement en 2009, le cadre réglementaire français des IPO a régulièrement été aménagé en fonction des différents cycles financiers observés. Les échanges réguliers entre l'AMF et les intermédiaires sur des questions concrètes soulevées par certains dossiers d'IPO récents avaient fait émerger des thèmes de réflexion récurrents retenus par l'AMF :

- la structuration des introductions en bourse ;
- les règles d'encadrement du prix ;
- la présentation des critères d'appréciation de la fourchette de prix ;
- l'articulation du calendrier des introductions autour de l'élaboration des rapports de recherche et de la publication de la documentation soumise à l'AMF.

L'objectif des travaux était d'apporter des mesures concrètes pour favoriser les introductions en bourse. Dans ce cadre, les membres du groupe de travail, ont souhaité de plus ajouter la question de la langue des prospectus d'IPO parmi les sujets étudiés.

Ce groupe, qui mobilisait l'ensemble des acteurs de la place concernés par le sujet, était composé de représentants de banques, de conseils, d'avocats, d'investisseurs institutionnels, de prescripteurs d'IPO et de représentants de sociétés et d'investisseurs particuliers. Les membres du groupe ont alimenté leurs échanges notamment avec des comparaisons internationales, des cas concrets ou encore des analyses plus ciblées sur certains sujets comme les décisions d'investissements des investisseurs particuliers par exemple, afin de dessiner des propositions pratiques.

Ces travaux contribuent également aux ambitions portées par le Comité Place de Paris 2020 en vue de proposer des mesures concrètes pour développer un environnement favorable au financement des entreprises par IPO.

Après avoir été mises en consultation publique du 25 septembre au 22 octobre 2014, toutes les propositions du groupe de travail sur les IPO ont été retenues. Le résultat de ces travaux, dont une version finale du rapport, a été publié le 1^{er} décembre 2014.

Q : Quels sont les premiers objectifs ?

R : Le nouveau régime mis en place par l'AMF en matière d'IPO a été conçu pour offrir aux acteurs un dispositif compétitif, en phase avec les pratiques internationales, tout en continuant d'associer les particuliers aux IPO. Il forme un cadre réglementaire équilibré, et prévoit les dispositions suivantes :

- maintenir, pour toute introduction en bourse, l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers. Cette obligation constitue une obligation de moyens, et non de résultat ;
- prévoir une plus grande flexibilité dans les règles d'encadrement du prix de l'offre initiale, tout en restant efficient du point de vue des investisseurs. Pour ce faire, il sera possible pour une société, lors de son IPO, de mentionner dans le prospectus visé par l'AMF uniquement le prix maximum des titres offerts. Dans ce cas, au plus tard 3 jours de bourse avant la clôture de l'offre, une information

doit être donnée, par voie de communiqué, sur une fourchette de prix d'une amplitude maximale de +/- 15 % autour d'un prix pivot (au lieu de 10 % antérieurement) ;

- aligner la pratique de l'AMF sur la pratique européenne consistant à ne plus imposer aux sociétés de présenter des critères d'appréciation de la fourchette de prix dans leur prospectus ;
- permettre aux investisseurs individuels la révocation à tout moment de leurs ordres. Afin de traiter équitablement particuliers et professionnels, l'AMF a recommandé ainsi aux acteurs concernés que l'ensemble des ordres des particuliers passés lors des introductions en bourse soient révocables sur toute la durée de l'offre aux particuliers. L'irrévocabilité de fait des ordres transmis dans le cadre d'une offre à prix ouvert résultait en effet de contraintes opérationnelles et juridiques liées à la transmission des ordres (ordres reçus au guichet versus ordres reçus par Internet), et non du cadre réglementaire fixé par l'AMF. Désormais, s'agissant des ordres passés par Internet, cette faculté de révocabilité des ordres pourra être activée à compter du 31 mars 2015. Par ailleurs, compte tenu de contraintes techniques, les réseaux devraient faire leurs meilleurs efforts pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution dans un délai raisonnable dès lors qu'il ne leur serait pas possible de la mettre en place d'ici le 31 mars 2015. Les prospectus d'IPO présenteront une description détaillée des modalités pratiques de souscription et de révocation des ordres dans le cadre des IPO ;
- accélérer le calendrier d'exécution des IPO en autorisant un accès en amont des analystes des banques du syndicat de placement aux informations relatives à l'opération, sous engagement de confidentialité et sous réserve de rétablir l'égalité d'information avant l'IPO. Cette faculté d'accès à l'information en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF devrait permettre de mieux saisir les fenêtres de marché en réduisant le calendrier d'exécution des opérations de 2 à 3 semaines, et d'aligner la pratique française sur celle de la plupart des autres pays d'Europe. Un tel calendrier, plus resserré, constitue un facteur de compétitivité de la place. Cette proposition avait également reçu un avis favorable des représentants des analystes financiers et des sociétés, étant souligné que les informations données lors de la première réunion puis aux analystes pour l'ensemble de la place figurent en tout état de cause dans la documentation soumise à l'AMF ;
- à l'instar d'autres pays européens et dans un souci de compétitivité de la place de Paris, autoriser l'utilisation de l'anglais pour la rédaction du prospectus d'IPO, sous réserve qu'il contienne un résumé en français. Ce dispositif, qui a nécessité un aménagement du règlement général de l'AMF, est susceptible de s'appliquer tant à certains projets d'IPO de sociétés françaises, qu'à des sociétés étrangères souhaitant se coter sur la place de Paris. À cet égard, l'AMF a souligné dans sa position-recommandation du 21 janvier 2015 visant à accompagner le nouveau dispositif qu'elle encouragera les sociétés souhaitant s'introduire en bourse à faire un choix cohérent, dans la durée et au regard de sa stratégie actionnariale, concernant la langue retenue pour son prospectus d'IPO. Ainsi, elle recommande aux sociétés désireuses de viser un large public de particuliers français de privilégier un prospectus intégralement rédigé en français. La communication à destination du grand public, tout particulièrement la documentation commerciale, devra être élaborée en conséquence. De même, l'utilisation de l'anglais dans un prospectus d'introduction en bourse serait appréciée en fonction des caractéristiques du projet d'introduction en bourse et de la société, et notamment : l'existence d'une offre internationale des titres (placement privé international, double cotation, etc.) et le profil de la société évoluant dans un écosystème international (société étrangère, groupe international, management international, clients ou contrats internationaux, etc.). Une société de droit français devrait également juger de l'opportunité d'élaborer un prospectus d'IPO en anglais au regard de ses obligations à produire annuellement des comptes et un rapport de gestion en français en application du code de commerce.

Q : La mise en œuvre semble avoir été très rapide !

R : L'ensemble des modifications apportées ont été mises en œuvre pour soutenir les projets d'introduction en France dès 2015. Quelques dates clés illustrent le rythme de ces travaux :

- 7 mars 2014 >> Annonce de la création du groupe de travail IPO.
- 16 septembre 2014 >> Présentation du rapport du groupe de travail IPO au Collège de l'AMF.
La mise en œuvre de certaines des mesures préconisées nécessitait des ajustements du règlement général et de la doctrine de l'AMF. En conséquence, et afin de permettre une mise en œuvre rapide de ce nouveau cadre, l'AMF a également soumis dès septembre à consultation publique des propositions de modification de ses textes.
- 25 septembre au 22 octobre 2014 >> Consultation publique sur le rapport et les propositions de modification de textes.
- 1^{er} décembre 2014 >> Publication des résultats finaux des travaux.
Les modifications du règlement général nécessaires à la mise en œuvre de ce nouveau cadre des IPO ont été homologuées par le ministre des finances et des comptes publics le 14 janvier 2015 et publiées au Journal Officiel du 21 janvier 2015.
- 21 janvier 2015 >> Publication de la position-recommandation de l'AMF et mise en œuvre de l'ensemble des mesures pour soutenir dès 2015 les projets d'IPO en France.

Ainsi, les Prospectus d'introduction en Bourse visés par l'AMF et présentés aux investisseurs depuis février dernier ont déjà bénéficié de ce nouveau dispositif, validant la pertinence des mesures concrètes mises en œuvre pour soutenir les projets d'IPO en France.

Ces nouvelles mesures forment un cadre réglementaire équilibré. Elles permettent d'offrir aux acteurs un dispositif français compétitif, en phase avec les pratiques internationales, tout en continuant d'associer les particuliers aux introductions en bourse.

En savoir plus : <http://www.amf-france.org>

- Rapport final sur les introductions en bourse, publié le 1 décembre 2014
- Position-recommandation DOC-2015-02 sur les introductions en bourse, publiée le 21 janvier 2015

Lexique

- *Introduction en bourse* >> *Opération financière conduite par une société, avec ses conseils financiers et juridiques, qui permet la cotation et la négociation (« admission » des actions) des titres de capital de cette entreprise sur un marché boursier. Elle peut être composée d'une tranche primaire (levée de fonds par émission de titres de l'entreprise nouvellement créés) et/ou d'une tranche secondaire (cession de titres existants par des actionnaires historiques).*

- *Offre Globale* >> *Préalablement à la première cotation des actions d'une société, la souscription des actions (diffusion des titres auprès de souscripteurs, professionnels ou particuliers) est réalisée dans le cadre d'une Offre globale comportant un placement global et une offre à prix ouvert.*

- *Offre à prix ouvert (OPO)* >> *L'OPO est la part de l'offre globale d'actions destinée au grand public en France, dans le cadre d'une introduction en bourse. Dans une OPO, les ordres de souscription des particuliers ne portent pas d'information sur le prix, d'où le terme d'offre à prix ouvert. Les ordres sont formulés dans le cadre d'une fourchette de prix. Si la demande, c'est-à-dire l'ensemble des ordres formulés, le permet, le nombre de titres effectivement alloués aux particuliers représente au moins 10 % des actions offertes.*

- *Placement global (PG)* >> *Le placement global est la part de l'offre globale d'actions, dans le cadre d'une introduction en bourse, destinée aux investisseurs institutionnels, en France et à l'international.*

Interview de Martine Charbonnier

Secrétaire générale adjointe,

Direction des émetteurs et direction des affaires comptables de l'AMF

Par Jean-Pierre Maureau

* * *